قربانی یک اشتباه

رفیعی امام، علی نقی

از اتفاقات مهم در روزهای پایانی سال 85 عدم‏ معامله سهام مپنا در روز عرضه اولیه آن بود؛رویدادی‏ که شاید تا مدت‏ها در ذهن سهامداران،کارشناسان‏ سازمان بورس و به خصوص مدیران سازمان‏ خصوصی سازی برای عرضه هر سهم مپنا(مدیریت‏ پروژه‏های نیروگاهی ایران)250 تومان بود.در مقابل‏ قیمتی که خریداران این سهم حاضر به پرداخت آن بودند از 150 تومان فراتر نمی‏رفت.همین تفاوت قیمت در عرضه و تقاضای سهام مپنا سبب فروش‏ نرفتن این سهم در روز معامله شد.

پس از عرضه تقریبا موفق سهام شرکت‏ صنایع ملی مس،یعنی نخستین شرکت از مجموعه شرکت‏های اصل 44 که خصوصی‏ شد،مپنا دومین شرکتی بود که خصوصی‏ شدن را تجربه می‏کرد،اما عوامل گوناگونی‏ سب گردید که در این تجربه ناموفق و همچنان دولتی باقی بماند.یکی از مهمترین‏ عوامل عدم موفقیت در عرضه اولیه سهام مپنا نحوه اطلاع‏ رسانی مدیران این شرکت بود.البته چند نباید نحوه قیمت‏ گذاری سازمان خصوصی‏سازی را در مورد این سهم‏ نادیده گرفت.

همچنان که می‏دانیم سرمایه بسیار هوشمند و ترسوست.در عین حال هدف سهام‏دار یا سرمایه‏گذار از خرید سهام نیز کسب سود است.تحصیل سود از طریق خرید سهام به دو صورت امکان‏پذیر است:

1-دریافت سود نقدی سهام؛ (DPS) و 2-سودی که به سبب افزایش قیمت سهام (Gain) نصیب‏ سهام‏دار می‏گردد.

زمانی که شرکتی همچون مپنا علام می‏کند که در سال‏های 85 تا 88،تمامی سودهای حاصله خود را صرف سرمایه‏گذاری در احداث پروژه‏های برنامه‏ریزی‏ شده می‏کند،نخستی مفهوم آن برای سهام‏داران و سرمایه‏گذاران،عدم دریافت سود نقدی سهام است. معنای دیگر این سخن آن است که شرکت برای پیش‏برد برنامه‏های آتی و گسترش فعالیت و کسب سود بیشتر، نیاز به افزایش سرمایه تا سطح مشخص طی سه سال‏ آینده دارد.افزایش سرمایه نیز به طرق مختلف صورت‏ می‏گیرد(ماده 158،159 و 160 قانون تجارت)که یکی از آن‏ها تبدیل مطالبات سهام‏داران است.اگر مدیران‏ شرکت با اندکی تامل در نحوه اطلاع‏رسانی به افزایش‏ سرمایه اقدام می‏کردند شاید چنین اتفاقی نمی‏افتاد.به بیان‏ دیگر اساسا نیازی نبود که مپنا از همان ابتدا اعلام کند که تا سه سال دیگر هیچگونه سودی تقسیم نخواهد کرد. بیش از دو سال است که بازار بورس اوراق بهادار ایران،به دلیل نبود اطمینان از آینده که عمدتا ناشی از مسائل بین‏المللی و جبهه‏گیری کشورهای قدرتمند در خصوص فعالیت صلح‏آمیز هسته‏ای ایران است،در رکود به‏سر می‏برد.این امر سبب گشته انگیزه و چشم‏انداز سرمایه‏گذاری بلند مدت در میان سهام‏داران‏ و سرمایه‏گذاران این بازار از بین برود.در چنین شرایطی‏ چگونه می‏توان سهامدار و یا سرمایه‏گذار را ترغیب به‏ سرمایه‏گذاری بلند مدت در چنین شرکت‏هایی کرد؟

سهام مپنا در عرضه نخست،معامله نشد پیشنهاد می‏شود سازمان‏ خصوصی‏سازی نهادی را برای بازارگردانی سهام‏ شرکت‏های اصل 44، که از طریق بورس اوراق‏ بهادار عرضه می‏شوند، ایجاد کند101

این در حالی است که به آسانی می‏توان از راه‏های دیگر به افزایش سرمایه پرداخت و یا در زمان مناسب این مسئله‏ را مطرح و پیشنهاد کرد.اعلام این موضوع در زمان‏ مناسب،نه تنها سبب هجوم سرمایه‏گذاران و سهام‏داران‏ برای خرید این سهم می‏شد،بلکه به راحتی می‏توانست‏ سهام‏داران را ترغیب کند که آورده نقدی بیشتری را به‏ افزایش سرمایه مپنا تشویق کند.

نتایج تحقیقات متعدد در ایران و نیز تجربیات بازار سرمایه در کشور نشان می‏دهد که قیمت سهام‏ شرکت‏های عرضه کننده،پس از افزایش سرمایه نه‏ تنها کاهش نمی‏یابد،بلکه افزایش نیز خواهد یافت. در واقع افزایش سرمایه بیانگر دورنمای مناسب برای‏ فعالیت شرکت است،اما مپنا این برگ برنده را از دست داد.

همان‏گونه که اشاره شد روش دیگر کسب سود، افزایش قیمت سهام است.هنگامی قیمت سهام و همچنین P/E سهم در بازار،در شرایط نرمال،روندی‏ صعودی را می‏پیمایند که سهامداران و سرمایه‏گذاران‏ انتظار افزایش سود و تعدیل مثبت EPS شرکت را در آینده داشته باشند.انتظار افزایش سود در دوره‏ آتی،نه تنها به خودی خود P/E و قیمت سهام‏ را در دوره جاری افزایش می‏دهد،بلکه به دلیل‏ رقابت سرمایه‏گذاران برای تصاحب این‏ سهم،سبب ایجاد صف‏های خرید و شکل‏گیری جوروانی مثبت در بازار می‏شود؛ امری که می‏تواند حتی رشد قیمت سهم را بیش از مقدار واقعی آن باعث گردد.تجربه‏ بازار بورس ایران نیز تاییدکننده این ادعا است. با این وجود در پیش‏بینی سود سال 1386 مپنا،که در آخرین اطلاعیه این شرکت قبل از عرضه عمومی سهام‏ آن انتشار یافت،رقم حدود 27 درصد تعدیل منفی در EPS شرکت برآورد شد.پریش این است:در شرایطی‏ که سرمایه‏گذاران،با استناد به اطلاعیه شرکت،از کاهش‏ سوددهی شرکت برای سال مالی آتی آگاه می‏شوند،آیا می‏توان به شکل‏گیری انتظارات مثبت سرمایه‏گذاران‏ درباره آینده فعالیت شرکت،امید داشت؟با این اقدام‏ مپنا نه تنها رشد قیمت سهام را سد کرد،بلکه انگیزه‏ خرید را،حتی در میان سفته بازان،از بین برد!به این ترتیب‏ یک اشتباه بزرگ سبب شد شرکتی که در سال 82 بحث‏ ورود آن به بورس مطرح شده بود و فعالان بازار از آن به‏ عنوان یکی از شرکت‏های پرتوان یاد می‏کردند،در نخستین عرضه سهام خود ناتوان جلوه کند.

بروز چنین اشتباهی ضرورت کارشناسی بیشتر و بررسی اوضاع و واقعیات بازار و جامعه را،قبل از عرضه‏ اولیه سهام شرکت‏های جدیدالورود به بورس،گوشزد می‏کند.همچنین پیشنهاد می‏شود سازمان‏ خصوصی‏سازی نهادی را برای بازارگردانی سهام‏ شرکت‏های اصل 44،که از طریق بورس اوراق بهادار عرضه می‏شوند،ایجاد کند.با این اقدام نه تنها نقدشوندگی سهام تضمین می‏شود،بلکه انگیزه‏ سهام‏داران و سرمایه‏گذاران برای خرید سهام این‏گونه‏ شرکت‏ها افزایش می‏یابد.به این ترتیب سود بیشتری‏ نصیب سازمان خصوصی‏سازی و یا بهتر بگوئیم خزانه‏ دولت می‏شود.